

2011年10月26日

# 江海股份

## 1-3 季度增长依然稳健，全年业绩无忧

江海股份 2011 年 1-3 季度录得净利润 8,428.1 万元，同比增长 35.3%，主要受益于工业类电容器产品热销及产品均价上升。公司预计 2011 年全年净利润同比增长 20%-40%，全年业绩增长依然保持稳健。我们认为公司未来产能继续扩大将有利于加强在产业链中的地位，同时我们看好公司稳健的经营风格和大客户的稳定性。我们将 2011-13 年每股收益预测分别下调为 0.71 元、1.27 元和 1.79 元，我们下调公司目标价至 31.65 元，维持买入评级。

**A**
**买入**

002484.SZ - 人民币 19.25

目标价格: 人民币 31.65 (▼34.21)

胡文洲, CFA\*

(8621) 2032 8520

Eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

### 股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(5)	3	3	-
相对新华富时 A50 指数(%)	(9)	(0)	6	-

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	160
流通股(%)	62.50
流通股市值(人民币 百万)	1,925
3 个月日均交易额(人民币 百万)	21
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
亿威投资有限公司	37.50

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

\*李鹏为本报告重要贡献者

**中银国际证券有限责任公司**  
**具备证券投资咨询业务资格**

### 季报要点

- 江海股份 2011 年前三季录得净利润 8,428.1 万元，同比增长 35.3%，主要受益于工业类电容器热销及产品均价上升和当期管理费用率明显降低。
- 单就 3 季度来看，公司 2011 年 3 季度实现净利润 3,122.6 万元，同比增长 35.4%，环比出现小幅下降，主要是受人工成本上升引起的毛利下降影响。
- 公司预计 2011 年全年净利润将同比增长 20%-40%。全年增长依然稳健。我们预计随着公司产能的进一步提升，2012-13 年业绩将进一步实现高增长。
- 我们看好公司稳健的经营和客户稳定性，预计公司未来将进一步加强在产业链中的地位。

### 估值

- 我们将 2011-13 年每股收益预测分别下调为 0.71 元、1.27 元和 1.79 元，基于 25 倍 2012 年预测市盈率，我们将公司目标价由 34.21 元下调至 31.65 元，维持买入评级。

### 图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	614.8	812.5	1,084.4	1,790.4	2,356.4
变动(%)	n.a	32.2	33.5	65.1	31.6
净利润(人民币 百万)	63.2	86.0	112.8	202.6	286.9
全面摊薄每股收益(人民币)	0.526	0.538	0.705	1.266	1.793
变动(%)	n.a	2.2	31.1	79.6	41.6
市场预期每股收益(人民币)			0.802	1.160	1.586
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.782	1.368	1.943
调整幅度(%)			(9.9)	(7.5)	(7.7)
核心每股收益(人民币)	0.5	0.5	0.7	1.3	1.8
变动(%)	n.a	2.2	31.1	79.6	41.6
全面摊薄市盈率(倍)	36.6	35.8	27.3	15.2	10.7
核心市盈率(倍)	36.6	35.8	27.3	15.2	10.7
每股现金流量(人民币)	0.7	4.5	4.2	3.7	3.9
价格/每股现金流量(倍)	28.7	4.2	4.6	5.2	5.0
企业价值息税折旧前利润(倍)	22.6	19.5	13.9	8.7	6.2
每股股息(人民币)	0.1	0.4	0.2	0.3	0.5
股息率(%)	0.6	2.0	1.0	1.8	2.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 前三季度业绩稳健增长

江海股份 2011 年 1-3 季度录得归属母公司净利润 8,428.1 万元，同比增长 35.3%。公司归属母公司净利润上升主要原因为：

- 报告期营业收入同比上升 37.3%，达到 7.9 亿元，主要受益于铝电容器需求持续旺盛及报告期产品均价上升推动营业收入的增长。
- 报告期毛利率为 21.1%，同比小幅下降 0.3 个百分点，我们认为人工成本的上升在一定程度上影响了毛利率。
- 2011 年 1-3 季度公司销售费用率同比上升 0.7 个百分点，同时管理费用率下降 1.3 个百分点，新客户开发导致了销售费用率小幅上升，但是管理费用率下降体现了公司在宏观经济环境景气程度较差的情况下加强管理的努力在近两个季度显出成效。
- 公司当期财务费用减少，主要是由于募集资金带来存款利息收入。

图表 2.1-3 季度业绩指标

(人民币, 百万)	2011 年 1-3 季度	2010 年 1-3 季度	同比变化(%)
营业收入	792.3	576.9	37.3
毛利	167.5	123.7	35.4
销售费用	27.6	15.8	74.0
管理费用	50.0	43.7	14.5
财务费用	(6.7)	4.9	(236.6)
营业利润	105.6	68.4	54.4
净利润	84.3	62.3	35.3
比率(%)			百分点变动
毛利率	21.1	21.4	(0.3)
销售费用率	3.5	2.7	0.7
管理费用率	6.3	7.6	(1.3)
财务费用率	(0.8)	0.8	(1.7)
营业利润率	13.3	11.9	1.5
净利润率	10.6	10.8	(0.2)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

就公司 3 季度单季业绩表现来看，公司 2011 年 3 季度实现归属母公司净利润 3,122.6 万元，环比小幅下降 8.0%，但同比增长 35.4%。

- 公司当季实现营业收入 2.9 亿元，环比和同比分别增长 4.5%和 41.7%；

- 当季销售费用率同比上升了0.5个百分点,但是管理费用率同比下降4.1个百分点。

从环比数据来看,公司的毛利率受人工成本等原因影响有了小幅下降,同时在销售方面投入费用较多是导致环比净利润略降的主要原因。总体来看,公司业绩成长依然稳健。

图表 3.3 季度单季业绩指标

(人民币, 百万)	2011年3季度	2011年2季度	2010年3季度	环比变化(%)	同比变化(%)
营业收入	294.8	282.1	208.0	4.5	41.7
毛利	60.9	62.2	51.0	(2.0)	19.4
销售费用	10.6	8.0	6.4	33.2	64.8
管理费用	17.0	16.0	20.5	6.5	(16.9)
财务费用	(2.0)	(2.2)	1.6	(7.7)	(222.8)
营业利润	38.8	43.7	26.8	(11.2)	44.9
净利润	31.2	33.9	23.1	(8.0)	35.4
比率(%)					百分点变动
毛利率	20.7	22.0	24.5	(1.4)	(3.9)
销售费用率	3.6	2.8	3.1	0.8	0.5
管理费用率	5.8	5.7	9.9	0.1	(4.1)
财务费用率	(0.7)	(0.8)	0.8	0.1	(1.5)
营业利润率	13.2	15.5	12.9	(2.3)	0.3
净利润率	10.6	12.0	11.1	(1.4)	(0.5)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 维持买入评级

公司预计2011年全年净利润同比增长20%-40%,2011年业绩增长持续稳健。由于宏观经济形势尚不明朗和出于稳健考虑,我们下调公司2011-2013年每股收益预测至0.71元、1.27元和1.79元。基于25倍2012年预测市盈率,我们下调公司目标价至31.65元,维持**买入**评级。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	615	812	1,084	1,790	2,356
销售成本	(493)	(645)	(855)	(1,394)	(1,805)
经营费用	(45)	(76)	(91)	(147)	(197)
息税折旧前利润	101	121	173	288	395
折旧及摊销	(24)	(30)	(35)	(38)	(41)
经营利润(息税前利润)	77	91	139	250	354
净利息收入(费用)	(1)	(4)	(0)	(0)	(0)
其他收益/(损失)	1	11	1	1	1
税前利润	76	98	140	251	355
所得税	(10)	(11)	(21)	(38)	(53)
少数股东权益	(3)	(1)	(6)	(10)	(15)
净利润	63	86	113	203	287
核心净利润	63	86	113	203	287
每股收益(人民币)	0.53	0.54	0.71	1.27	1.79
核心每股收益(人民币)	0.53	0.54	0.71	1.27	1.79
每股股息(人民币)	0.12	0.39	0.19	0.34	0.48
收入增长(%)	n.a	32	33	65	32
息税前利润增长(%)	n.a	19	52	80	42
息税折旧前利润增长(%)	n.a	19	44	66	37
每股收益增长(%)	n.a	2	31	80	42
核心每股收益增长(%)	n.a	2	31	80	42

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	81	726	668	591	621
应收帐款	146	212	283	467	614
库存	119	154	204	333	431
其他流动资产	27	28	50	81	105
流动资产总计	373	1,119	1,204	1,471	1,771
固定资产	204	242	269	293	313
无形资产	28	26	24	23	21
其他长期资产	73	99	116	138	160
长期资产总计	305	367	409	453	493
总资产	677	1,486	1,613	1,924	2,265
应付帐款	110	147	194	317	410
短期债务	55	3	3	3	3
其他流动负债	111	48	36	62	82
流动负债总计	276	197	233	381	494
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	15	8	8	8	8
股本	120	160	160	160	160
储备	266	1,121	1,213	1,375	1,602
股东权益	386	1,281	1,373	1,535	1,762
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	677	1,486	1,613	1,924	2,265
每股帐面价值(人民币)	3.22	8.01	8.58	9.59	11.01
每股有形资产(人民币)	3	8	8	9	11
每股净负债/(现金)(人民币)	(0)	(5)	(4)	(4)	(4)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	76	98	140	251	355
折旧与摊销	24	30	35	38	41
净利息费用	1	4	0	0	0
运营资本变动	(53)	(76)	(86)	(85)	(18)
税金	(10)	(11)	(21)	(38)	(53)
其他经营现金流	53	(10)	(37)	(130)	(160)
经营活动产生的现金流	92	35	30	36	166
购买固定资产净值	(65)	(84)	(60)	(60)	(60)
投资减少/增加	1	0	0	0	0
其他投资现金流	3	0	2	2	2
投资活动产生的现金流	(61)	(84)	(58)	(58)	(58)
净增权益	0	814	0	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	(14)	(62)	(30)	(55)	(77)
其他融资现金流	5	(58)	0	0	0
融资活动产生的现金流	(9)	694	(30)	(55)	(77)
现金变动	22	645	(58)	(77)	30
期初现金	49	81	726	668	591
公司自由现金流	30	(53)	(28)	(22)	108
权益自由现金流	30	(53)	(28)	(22)	108

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	16.4	14.8	16.0	16.1	16.8
息税前利润率(%)	12.5	11.2	12.8	14.0	15.0
税前利润率(%)	12.4	12.1	12.9	14.0	15.1
净利率(%)	10.3	10.6	10.4	11.3	12.2
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.3	5.7	5.2	3.9	3.6
利息覆盖率(倍)	86.1	23.9	650.1	1,170.2	1,659.1
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.9	4.9	4.3	3.0	2.7
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	36.6	35.8	27.3	15.2	10.7
核心业务市盈率(倍)	36.6	35.8	27.3	15.2	10.7
目标价对应核心业务	60.1	58.9	44.9	25.0	17.7
市盈率(倍)					
市净率(倍)	6.0	2.4	2.2	2.0	1.7
价格/现金流(倍)	28.7	4.2	4.6	5.2	5.0
企业价值/息税折旧前	22.6	19.5	13.9	8.7	6.2
利润(倍)					
<b>周转率</b>					
存货周转天数	nm	77.3	76.5	70.3	77.2
应收帐款周转天数	196.5	201.2	224.5	151.8	153.5
应付帐款周转天数	86.8	80.4	83.2	76.4	83.7
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	0.6	2.0	1.0	1.8	2.5
净资产收益率(%)	16.4	10.3	8.5	13.9	17.4
资产收益率(%)	9.9	7.5	7.6	12.0	14.4
已运用资本收益率(%)	17.2	10.1	10.4	17.1	21.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉嘉街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371